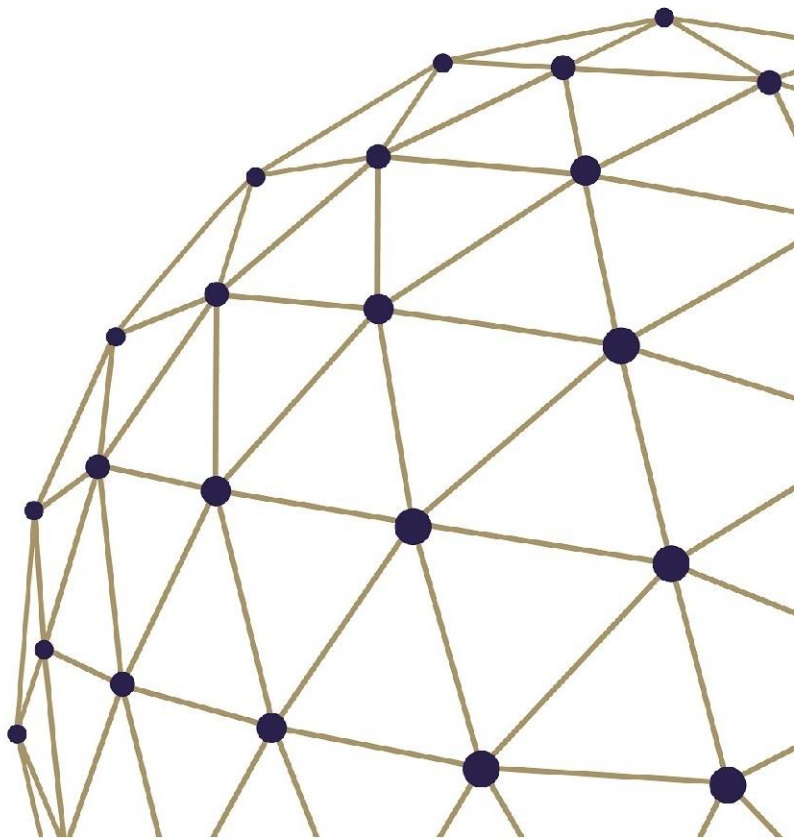




# Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények

2017. január

Háttéranyag  
a Monetáris Tanács  
2017. január 24-i ülésének  
rövidített jegyzőkönyvéhez



Közzététel időpontja: 2017. február 8. 14 óra

*A Makrogazdasági és pénzügyi piaci fejlemények háttéranyag elkészítésekor a 2017. január 20-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe.*

*A jegybanktörvény (a Magyar Nemzeti Bankról szóló, 2013. évi CXXXIX. tv.) 3.§ (1) az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként. Az MNB legfőbb döntéshozó szerve a Monetáris Tanács. A Tanács szükség szerint, de üléseinek időpontját előre meghirdetve általában havonta kétszer ülésezik, minden hónap második ülésén tárgyalva a jegybanki alapkamatláb módosításának kérdését. Ezekről az üléseiről a Monetáris Tanács rövidített jegyzőkönyveket ad közre, amelyek még a következő kamatmeghatározó ülés előtt megjelennek. A rövidített jegyzőkönyvhöz készített háttéranyag az MNB szakértői által a Monetáris Tanács részére készített elemzések tartalmi összefoglalójaként a gazdasági és pénzügyi folyamatokat, az előző ülés óta nyilvánosságra került új információkat ismerteti.*

A rövidített jegyzőkönyvek, valamint a jegyzőkönyvek háttéranyagai elérhetők az MNB honlapján:

<http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-rovidített-jegyzokonyvei>

## TARTALOM

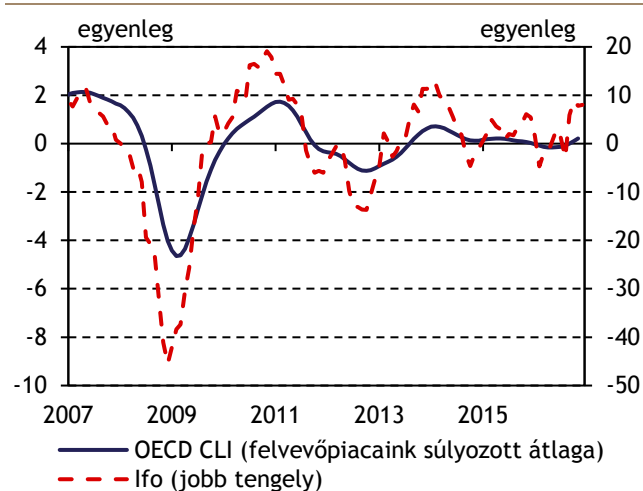
Tartalom .....	3
1. Makrogazdaság .....	4
1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet .....	4
1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok .....	5
1.3. Infláció és bérek .....	8
1.4. Költségvetési folyamatok .....	9
1.5. Külső egyensúlyi folyamatok .....	10
2. Pénzügyi piacok .....	11
2.1. Nemzetközi pénzpiacok .....	11
2.2. Hazai pénzpiaci mutatók alakulása .....	14
3. Hitelezési feltételek .....	15

## 1. MAKROGAZDASÁG

## 1.1. Nemzetközi makrogazdasági környezet

A harmadik negyedéves GDP-adatok összességében kedvező képet mutattak. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország bővült, emellett az USA növekedése is folytatódott. A kínai növekedés lassulása és a gazdaságot övező kockázatok miatt a globális növekedés továbbra is törékenynek tekinthető. A visszafogott globális kereslettel összhangban a világszerte felől érkező inflációs nyomás gyenge maradt az elmúlt hónapokban.

1. ábra: Konjunktúraindikátorok alakulása felvevőpiacainkon



Forrás: OECD, Ifo

A harmadik negyedéves GDP-adatok összességében kedvező képet mutattak. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország bővült, emellett az USA növekedése is folytatódott. A kínai növekedés lassulása és a gazdaságot övező kockázatok azonban kétségessé teszik a globális konjunktúra stabilitását. Mindezek alapján előretekintve a globális növekedés továbbra is törékenynek tekinthető. Az alacsony szintekről – az OPEC államok megállapodásának köszönhetően – emelkedésnek induló nyersanyagárak előretekintve egyre kevésbé fékezik a nyersanyagexportőr országok gazdasági aktivitásának bővülését, ugyanakkor a geopolitikai feszültségek változatlanul visszafogják a fejlett gazdaságok növekedését is a gyengébb keresleten és a gazdasági szankciókon keresztül. A brit népszavazás hatásai rövid távon egyelőre az Egyesült Királyságra összpontosulhatnak, közép és hosszú távon azonban a kilépési tárgyalások kimenetelétől függően negatívan érinthetik a magyar gazdaság teljesítményét is.

**2016 harmadik negyedévében 0,3 százalékkal bővült az eurozóna gazdasága negyedéves összevetésben.**

Decemberben az eurozónára vonatkozó beszerzési menedzser index az elmúlt évek legmagasabb értékét mutatta, ami alátámasztja a kibocsátás, a foglalkoztatás és az új rendelések kedvező alakulását. A piaci várakozások szerint 2017 egészére az eurozóna növekedési üteme a korábbi várakozásoknál enyhén magasabban, 1,4 százalék körül alakulhat. Közép és hosszú távon jelentős kockázatok hordoz az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése. A legfontosabb exportpartnerünknek számító német gazdaság bővülése folytatódott a harmadik negyedévben, amit elsősorban a végső fogyasztás folytatódó élénkülése támogatott. A német ipari termelés és az új rendelések az elmúlt hónapok átlagát tekintve összességében emelkedtek novemberben az előző év azonos időszakához képest. A német gazdaságra vonatkozó üzleti várakozások (Ifo) a korábbi hónapok kedvezőtlenebb kilátásait követően továbbra is kedvezően alakulnak (1. ábra).

A világszerte felől érkező inflációs nyomás fokozatosan emelkedhet. A visszafogott globális kereslet egyelőre ellensúlyozza a nyersanyagárak emelkedését. Ennek

2. ábra: A Brent olaj világszertei árának alakulása



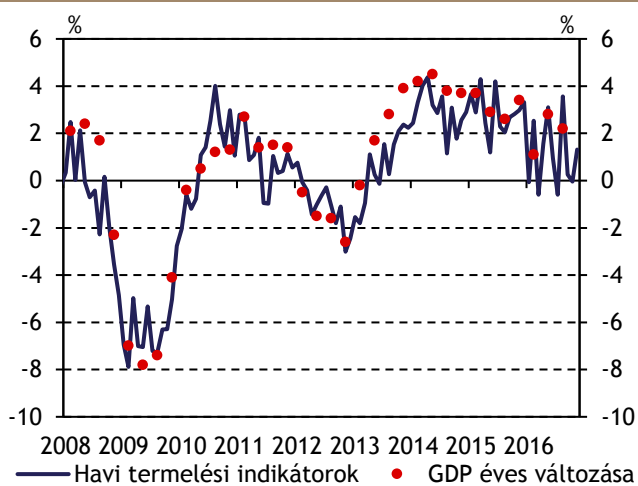
Forrás: Bloomberg

következtében az inflációs ráták a világ meghatározó gazdaságaiban változatlanul az inflációs célok alatt alakultak. Az olajár az utóbbi hónapban 51-57 dollár között ingadozott, a 2016 év eleji 30 dollár körüli szinthez képest jelentősen növekedett. Az ipari nyersanyagok és a nyers élelmiszerek világgpiaci ára változatlanul visszafogottan alakult.

## 1.2. Hazai reálgazdasági folyamatok

2016 harmadik negyedében 2,2 százalékkal bővült a GDP az előző év azonos időszakához képest. Novemberben a kiskereskedelmi forgalom tovább nőtt, az ipari termelés kismértékben emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A teljes vállalati hitelállomány növekszik éves összehasonlításban. Augusztus-októberben a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 3,2 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A munkanélküliségi ráta 4,5 százalékon alakult.

3. ábra: Havi termelési indikátorok és a GDP alakulása



Megjegyzés: A havi termelési indikátorok (ipar, építőipar, kiskereskedelem) súlyozott átlaga, ahol a súlyok a GDP növekedési ütemét magyarázó regresszióból származnak.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

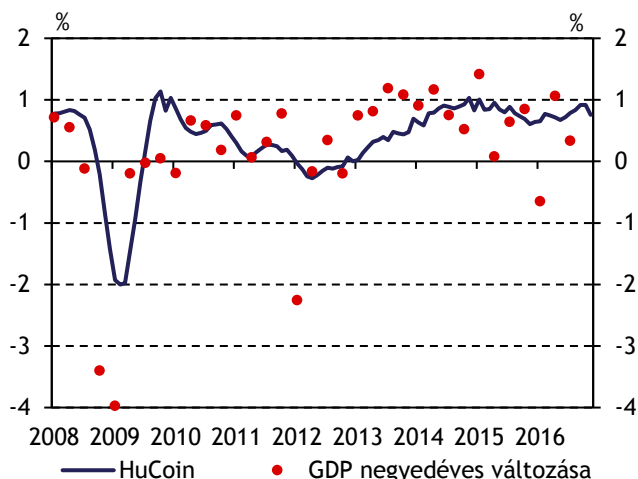
### 1.2.1. Gazdasági növekedés

**2016 harmadik negyedében a KSH részletes adatközlése alapján a bruttó hazai termék 2,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, míg az előző negyedévhez viszonyítva 0,3 százalékkal bővült a hazai GDP.**

2016 harmadik negyedében termelési oldalról a növekedést a legnagyobb mértékben a belső kereslet élénküléséhez kötődő szolgáltató szektor fűtötte. Emellett a tavalyit meghaladó terméseredményeknek köszönhetően a mezőgazdaság is jelentősen hozzájárult a gazdaság bővüléséhez. Az ipari termelés visszafogott harmadik negyedévi alakulásával összhangban az ágazat mérsékelten támogatta, míg az építőipar – az uniós források beáramlásának ideji lassulásával párhuzamosan – továbbra is visszafogta a növekedést (3. ábra).

Felhasználási oldalon a bruttó hazai termék bővüléséhez a háztartások fogyasztása továbbra is érdemben hozzájárult, amit a beérkező kiskereskedelmi forgalmi adatok is alátámasztanak. A beruházások visszaesése összességében folytatódott a harmadik negyedévben, amit elsősorban az uniós forrásból finanszírozott állami beruházások nagymértékű csökkenése magyarázott. A nettó export enyhén negatív növekedési hozzájárulást mutatott, ami több tényezőre vezethető vissza. Az export teljesítménye – párhuzamosan a visszafogott ipari termeléssel – érdemben lassult a harmadik negyedévben, míg az import éves dinamikájának lassulását elsősorban a beruházások további visszaesése magyarázta. A nemzetgazdasági készletváltozás – összhangban a kedvező mezőgazdasági teljesítménnyel, valamint a kereskedelemben felvásárolt készletek bővülésével – a harmadik negyedévben számottevő mértékben járult hozzá a növekedéshez.

4. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



Megjegyzés: A GDP adatrevíziója miatt a HuCoin indikátor múltbeli értékei megváltozhattak.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

A hazai gazdaság középtávú kilátásait tükröző HuCoin-indikátor alapján a konjunkturális alapfolyamatok az elmúlt hónapok átlagát tekintve stabilan alakultak (4. ábra).

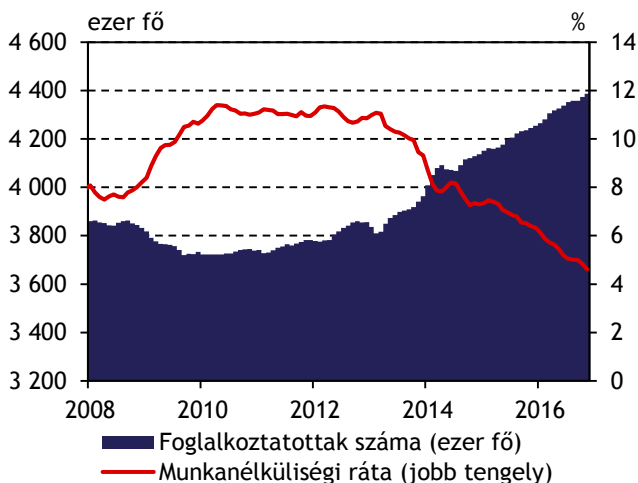
**2016 novemberében az ipari termelés volumene** mind a nyers, mind a munkanaphatástól szűrt adatok szerint **0,6 százalékkal bővült** az előző év azonos időszakához viszonyítva, szezonálisan igazítva az előző hónaphoz képest pedig 0,9 százalékkal emelkedett. A kibocsátásban jelentős súlyú járműgyártás érdemben, az elektronika és optika alágazat teljesítménye enyhén emelkedett, míg az élelmiszeripar kibocsátása lényegében stagnált az előző hónaphoz képest. **Az előretekinthető indikátorok összességében vegyes képet mutatnak a hazai ipar rövid távú kilátásaira vonatkozóan.**

Az előzetes adatok alapján **2016 novemberében az árukievitel euróban számított értéke 5,8 százalékkal, a behozatalé 4,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva**, így tavaly novemberhez képest a külkereskedelmi többlet 130 millió euróval bővült. A cserearány az előző év azonos időszakához viszonyítva továbbra is javult októberben, amihez az alacsony energiaárak mellett a gépek és szállítóeszközök, valamint a feldolgozott termékek relatív árváltozása is hozzájárult.

2016 novemberében **14,4 százalékkal csökkent az építőipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest**, míg az előző hónaphoz viszonyítva 1,7 százalékkal emelkedett a kibocsátás. A megkötött új szerződések volumene 28,2 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az építőipari vállalkozások hó végi szerződésállományának volumene éves összevetésben 24 százalékkal emelkedett, amihez főleg az egyéb építmények szerződésállományának jelentős bővülése járult hozzá.

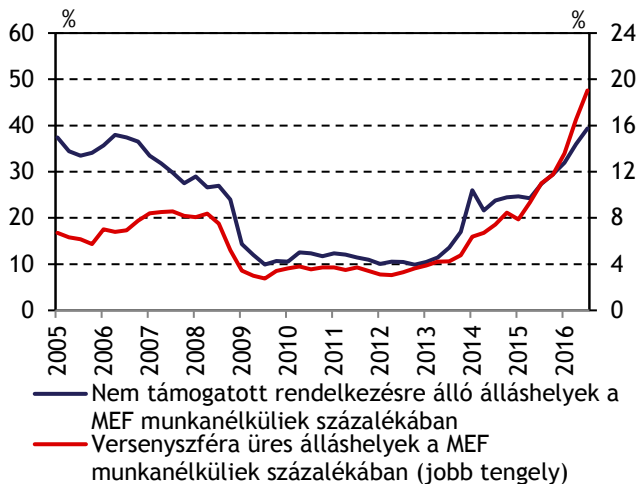
Novemberben előzetes adatok alapján **a kiskereskedelmi értékesítések volumene** mind a nyers, mind a naptárhatással kiigazított adatok alapján **4,7 százalékkal emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest**, az előző hónaphoz viszonyítva pedig 0,9 százalékkal bővült a forgalom. Az értékesítések szerkezetét tekintve a termékek széles körében regisztrálták a forgalom volumenének növekedését.

5. ábra: A foglalkoztatottak létszáma és a munkanélküliségi ráta



Forrás: KSH

6. ábra: A munkaerő-piaci feszességet mérő mutatók



Forrás: NFSZ, KSH

1.2.2. Foglalkoztatás

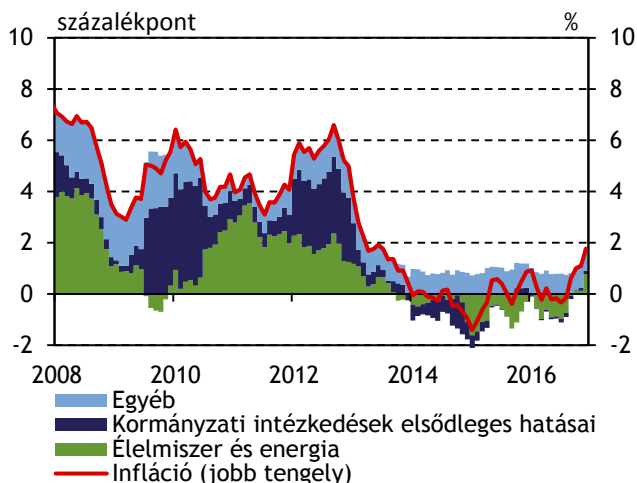
A Munkaerő-felmérés adatai alapján **szeptember-novemberben a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 3,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest.** Az aktivitás enyhén emelkedett az időszakban, míg a munkanélküliségi ráta 4,5 százalékra (szezónális hatásoktól szűrve 4,6 százalékra) csökkent (5. ábra). A nemzetgazdasági foglalkoztatottság közfoglalkoztatással és közfoglalkoztatás nélkül is tovább emelkedett, a közfoglalkoztatottak létszáma érdemben nem változott.

2016 decemberében az NFSZ adatai alapján az **újonnan kiírt, nem támogatott álláshelyek száma az utóbbi évekhez hasonlóan 15 ezer körül alakult,** míg a hó végi betöltetlen, nem támogatott álláshelyek száma a válság utáni időszakot tekintve újabb historikus csúcsra emelkedett. A harmadik negyedévben a KSH által publikált üres álláshelyek száma a versenyszférában újabb historikus csúcst ért el. A munkaerőpiac historikus összevetésben továbbra is magas feszességet mutat a különböző statisztikákból számolt feszességi mutatók alapján (6. ábra).

### 1.3. Infláció és bérek

2016 decemberében az éves bázisú infláció 1,8, a maginfláció 1,7, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,6 százalék volt. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink lényegében nem változtak. 2016 novemberében a versenyszféra éves bőrnövekedése gyorsult az előző hónaphoz képest, továbbra is a tavalyi évnél erőteljesebb a bérdinamika.

7. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

#### 1.3.1. Bérezés

**Novemberben a versenyszférában a bruttó átlagkereset éves növekedése gyorsult az előző hónaphoz képest. A feldolgozóiparban nagyobb gyorsulás volt megfigyelhető, mint a piaci szolgáltatásoknál.** A bruttó átlagkereset a versenyszférában 7,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában mind a bruttó átlagkeresetek, mind a rendszeres keresetek éves dinamikája gyorsult.

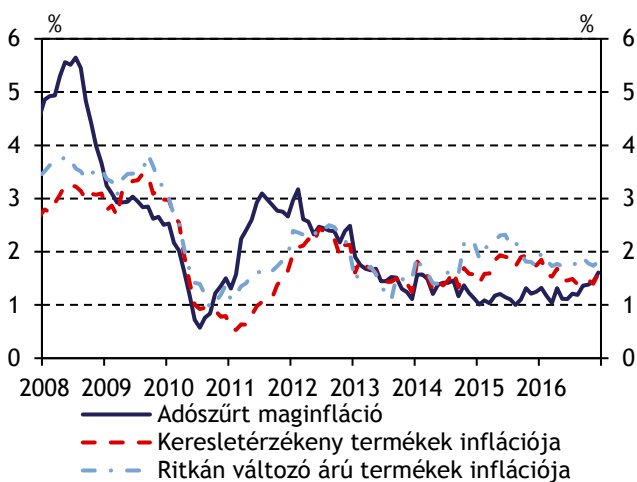
#### 1.3.2. Inflációs folyamatok

**2016 decemberében az infláció 1,8, a maginfláció 1,7, az indirekt adóktól szűrt maginfláció 1,6 százalékon alakult (7. ábra).** Az előző hónaphoz képest az infláció 0,7, a maginfláció 0,1 százalékponttal emelkedett. Az infláció emelkedését elsősorban az üzemanyag termékkör árindexe magyarázza.

**Az inflációs alapmutatók továbbra is visszafogott inflációs környezetet jeleznek, amihez hozzájárul az importált infláció és az inflációs várakozások alacsony szintje, illetve a mérsékelt nyersanyagárak (8. ábra).** 2016 novemberében a mezőgazdasági termelői árak éves összevetésben 5,5 százalékkal csökkentek, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok belföldi értékesítési árai enyhén emelkedtek.

**A beérkezett decemberi adatot tekintve a maginfláció megegyezett, míg a teljes inflációs ráta kismértékben meghaladta a decemberi Inflációs jelentés előrejelzésében szereplő várakozásunkat.** Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció idén a 3 százalékos középtávú inflációs cél alatt alakul, és 2018 első felében éri el azt. Előretekintve – a bázishatások és az élénkülő belső kereslet következtében – az infláció fokozatos emelkedése prognosztizálható.

8. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



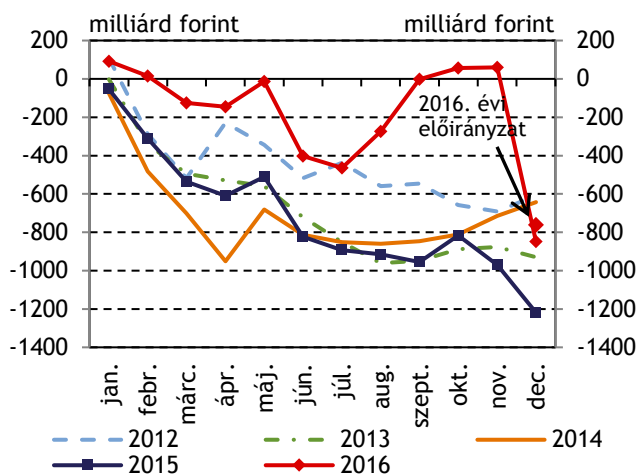
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás



#### 1.4. Költségvetési folyamatok

Az államháztartás központi alrendszere 2016 decemberében 908 milliárd forintos hiánnyal zárt, így az éves pénzforgalmi hiány 848 milliárd forint lett.

9. ábra: Az állami költségvetés éven belüli kumulált pénzforgalmi egyenlege



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

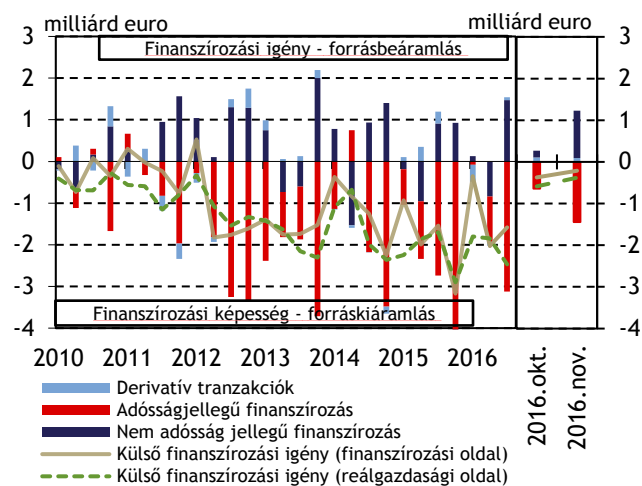
**Az államháztartás központi alrendszere 2016 decemberében 908 milliárd forintos hiánnyal zárt, így az éves pénzforgalmi hiány 848 milliárd forint lett.** A decemberi hiány így jelentősen magasabb az előző évek utolsó havi hiányánál, ugyanakkor az éves pénzforgalmi egyenleg az egészen november végéig fennálló kumulált pénzforgalmi többlet következtében a korábbi évek szintjéhez hasonlóan alakult (9. ábra). **Az év utolsó heteiben, napjaiban több olyan döntés született, amely jelentősen emelte az államháztartás kiadásait.**

**A központi alrendszer bevételei** 2016 decemberében 72 milliárd forinttal maradt el a 2015. decemberi bevételektől, míg **a központi alrendszer kiadásai** 588 milliárd forinttal magasabban alakultak a 2015 decemberi kiadásoknál. December folyamán az uniós kifizetések csaknem elérték a 700 milliárd forintot, amely a hazai uniós kifizetések között az eddigi legmagasabb havi érték. Az év elejétől kumulált kifizetések így mintegy 2000 milliárd forint körül alakultak, ugyanakkor ennek nagy része előleg-kifizetés lehetett.

### 1.5. Külső egyensúlyi folyamatok

A novemberi adatközlés szerint a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség 380 millió euróra mérséklődött. A finanszírozási képesség nagyobb része a folyó fizetési mérleghez, kisebb része pedig a tőkémerleg többletéhez kötődött. A külső finanszírozási többlet csökkenésében jelentős szerepe volt a tranzferok mérséklődő felhasználásának. Az ipari termelés bővülésével összhangban a külkereskedelmi többlet továbbra is jelentős, és éves összevetésben továbbra is emelkedés figyelhető meg.

10. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



Forrás: MNB

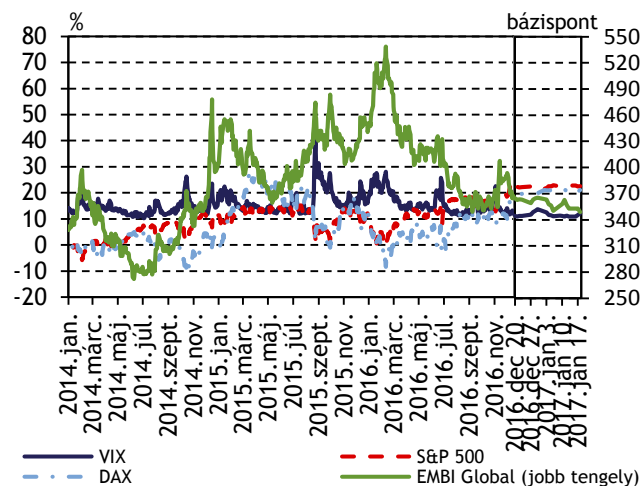
A finanszírozási oldal folyamatai szerint is mérséklődött a gazdaság finanszírozási képessége, ami novemberben 212 millió eurót tett ki. A forráskiáramlás a nettó külső adósság kiugróan magas 1,4 milliárd eurós csökkenése, és a közvetlentőke-befektetések több mint 0,9 milliárd eurós beáramlása mellett alakult ki. A közvetlentőke-befektetések bővülése főként a magyarországi jövedelmek újrabefektetéséhez kapcsolódott. A nettó külső adósság 1,4 milliárd eurót meghaladó csökkenéséhez a gazdaság minden szektora hozzájárult. Az állam külső adósságának csökkenése döntően a külföldiek állampapír-állományának 400 millió eurós csökkenéséhez köthető. A bankok nettó külső adóssága a tartozások nagyobb csökkenése mellett alakult ki. A vállalatok nettó adósságcsökkenése a külfölddel szembeni követelések, főként a kereskedelmi hitelkövetelések emelkedése mellett alakult ki.

## 2. PÉNZÜGYI PIACOK

## 2.1. Nemzetközi pénzügyi piacok

Az elmúlt kamatdöntés óta viszonylag kis elmozdulásokat mutattak az eszközárak, novemberhez képest pedig csökkent a volatilitás a piacokon. A befektetők leginkább az angol miniszterelnök beszédére, a Fed-jegyzőkönyv megjelenésére, és az új amerikai elnök beiktatására figyeltek. A kockázatos eszközök iránt nőtt a befektetői kereslet, ugyanakkor a menedékeszköznek számító japán jen árfolyama valamelyest emelkedett. Az olaj ára lényegében stagnált az időszak során.

11. ábra: Fejlett piaci részvényindexek változása és a VIX index (bal tengely), illetve az EMBI Global mutató (jobb tengely) alakulása



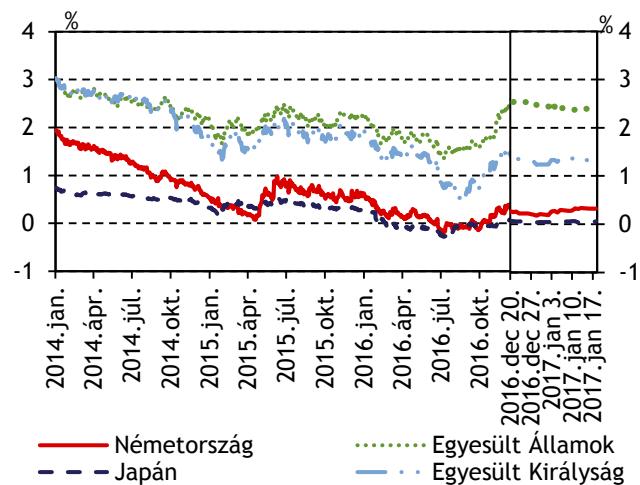
Forrás: Bloomberg

Az elmúlt kamatdöntés óta nyugodt hangulat jellemezte a piacokat. Leginkább a dollárárfolyam mozgása, illetve a vele szemben gyengülő feltörekvő devizák (különösképpen a török líra), a decemberi Fed-ülés jegyzőkönyvének megjelenése és a Brexit-félelmek újbóli felerősödése befolyásolta a befektetői kedvet. A kockázati mutatók összességében kismértékben csökkentek, ami a fejlett, elsősorban az európai tőzsdék enyhe emelkedésével járt együtt, emellett a kötvénypiaci volatilitás is csökkent.

A fejlett piaci tőzsdeindexek közül elsősorban az európai részvénypiacok teljesítettek jól az időszakban. Az európai tőzsdék 0,5-3 százalékos mértékben nőttek, az amerikai indexek lényegében stagnáltak, a japán tőzsde pedig az erősödő jenárfolyam miatt kissé mérséklődött. A tőzsdei volatilitást mérő VIX index továbbra is historikusan alacsony, 11-12 százalékos szinten ingadozott. A feltörekvő részvénypiaci MSCI index mintegy 5-5,5 százalékkal került feljebb, amely a kockázatos eszközök iránti ismét élénkülő befektetői keresletre utal.

A kötvénypiaci kockázati indexek a novemberi turbulens időszak után szintén nyugodtabb befektetői hangulatról tanúskodtak az elmúlt időszakban. A feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár 15 bázisponttal mérséklődött (11. ábra), és a fejlett piaci volatilitást mérő MOVE index is enyhe csökkenést mutatott.

12. ábra: Fejlett országok hosszú hozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg

A fejlett hosszú kötvényhozamok emelkedtek, míg a kockázatosabbnak számító feltörekvő piaci kötvényhozamok – a nyugodt globális hangulatnak megfelelően – a korábbi magas értékekről mérséklődést mutattak. A japán hozam nem változott, míg az amerikai hozam 13 bázisponttal csökkent, az európai hozamok 10-15 bázisponttal emelkedtek. A német hozam emelkedése mögött részben a meglepetést okozó decemberi német inflációs adat állt, míg az amerikai hozamcsökkenést a Fed decemberi jegyzőkönyvének a piac által vártnál enyhébb hangneme és a továbbra is csak fokozatosan emelkedő kamatpályára vonatkozó utalások okozták. Ezt részben árnyalta Janet Yellen január 18-ai enyhén szigorító hangvételű beszédének hozamemelő hatása, de összességében a főbb tendenciák nem változtak. A német hozamemelkedéssel összhangban a kevésbé kockázatos

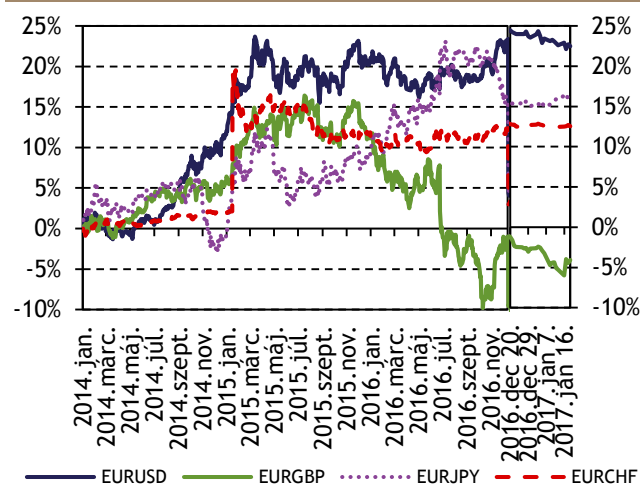
feltörekvő európai kötvényhozamok (mint a lengyel és a magyar) emelkedtek.

A Brent és WTI olajárfolyam a december végi, január eleji emelkedés után újra süllyedni kezdett, így az időszak során összességében lényegében stagnált. A piac egyelőre kivár a januártól életbe lépő, a kitermelés visszafogásáról szóló OPEC-megállapodás tényleges eredményét illetően. Közben a szaúd-arábiai energiaügyi miniszter úgy nyilatkozott, hogy a fél évre szóló OPEC-megállapodás meghosszabbítására véleménye szerint nem lesz szükség, mivel az olajpiac kereslet-kínálati egyensúlya az első félév végére helyreáll.

A főbb devizák közül december végére **a dollár az euróval szemben** 1,04-ig erősödött, később, a Fed-jegyzőkönyv megjelenése és Donald Trump – várható gazdaságpolitikájáról – kevés konkrétumot tartalmazó sajtótájékoztatója után azonban gyengülni kezdett. Yellen beszédét követően erősödést mutatott (0,3-0,4 százalékos) de ez csak átmenetinek bizonyult, így **összességében 2,5 százalékos leértékelődéssel zárta az időszakot.** Az angol font az ismét felerősödő Brexit-félelmek hatására a dollárral szemben mintegy 3-4 százalékos gyengülést mutatott, de Theresa May beszédét követően 2,5 százalékos erősödést, így nagyságrendileg 1 százalékos gyengülést mutatott az időszakban. A japán jen pedig elsősorban a gyengülő dollár ellenében mutatott felértékelődést (2-3 százalékos). A feltörekvő piaci devizák közül a kínai jüan év eleji gyengülése, illetve a török líra folytatódó esése állt a piaci figyelem középpontjában. Utóbbi idén januárban további 7 százalékos leértékelődést szenvedett el a tavalyi 20 százalékos meghaladó gyengülése után, amellyel a legrosszabbul teljesítő feltörekvő devizának számított.

**A piacok a Fed elnökének beszédére és az EKB kamatdöntő ülésére fókuszáltak.** Janet Yellen nyilatkozata alapján a gazdaság ereje indokoltá teszi a további szigorítást, a 3 százalékos hosszú távú egyensúlyi kamatszint eléréséhez pedig évi több emelésre is szükség van 2019 végéig. Az első elemzői reakciók szerint ez azt is jelentheti, hogy akár már márciusban tovább szigoríthat a Fed. Yellen szerint az amerikai gazdaság közel áll a teljes foglalkoztatottsághoz, az infláció közelít a cél felé, a Bézs könyv pedig részben megerősíti a gazdaságról alkotott kedvező képet. **Az EKB Kormányzótanácsa nem változtatott az irányadó kamatain és a nemkonvencionális eszközein sem.** Mario Draghi az ülést követő sajtótájékoztatón megerősítette, hogy **szükség esetén tovább bővítik az eszközvásárlási programjukat, mert az inflációs alapfolyamatokban nem érzékelnek tartós emelkedést.**

13. ábra: Fejlett piaci devizaárfolyamok alakulása



Forrás: Reuters

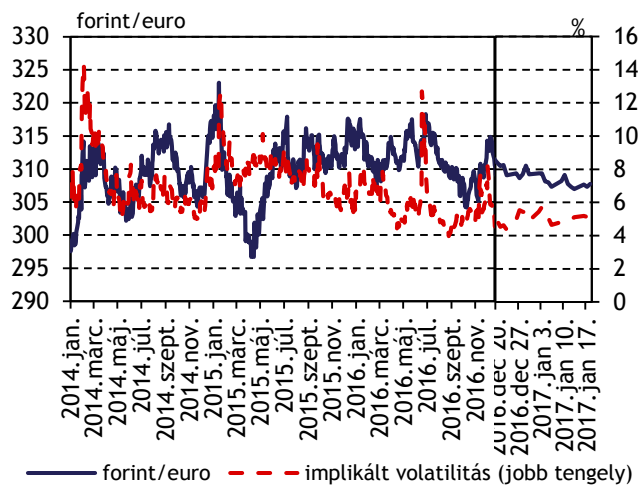
Megjegyzés: A pozitív értékek a változó (második) deviza erősödését jelentik.

**Theresa May** január 17-i **beszédére szintén nagy piaci figyelem irányult**, hiszen a miniszterelnök most először ismertette stratégiáját az EU-val való – kilépés utáni – kereskedelmi kapcsolatokat illetően, és 12 pontban összefoglalta a Nagy-Britannia számára fontos prioritásokat a kilépési folyamattal kapcsolatban. **Az angol font már a beszéd előtti napon közel 1 százalékot gyengült. Ugyanakkor a beszédet követően 2,5 százalékkal erősödött a font.** A legtöbb befektetési elemzés szerint az erősödés azzal indokolható, hogy a kilépésről a Parlament mindkét háza szavazhat, valamint először láttak a befektetők olyan konkrét kilépési stratégiát, amit csökkenti a bizonytalanságot. A beszédben Nagy-Britannia globális szerepét és az újonnan kötendő kereskedelmi megállapodások fontosságát hangsúlyozta

## 2.2. Hazai pénzügyi mutatók alakulása

A forint a régiós devizákhoz hasonlóan enyhén felértékelődött a hónapban. A hazai hozamok emelkedtek, így az állampapírci hozamgörbe éven túli szakasza felfelé toldott, amellyel együtt a külföldiek forint állampapír-állománya mérséklődött. Az enyhén pozitív kockázatvállalási hangulatban ugyanakkor a hazai CDS-felár közel 15 bázisponttal mérséklődött.

14. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyamvárakozások implikált volatilitása



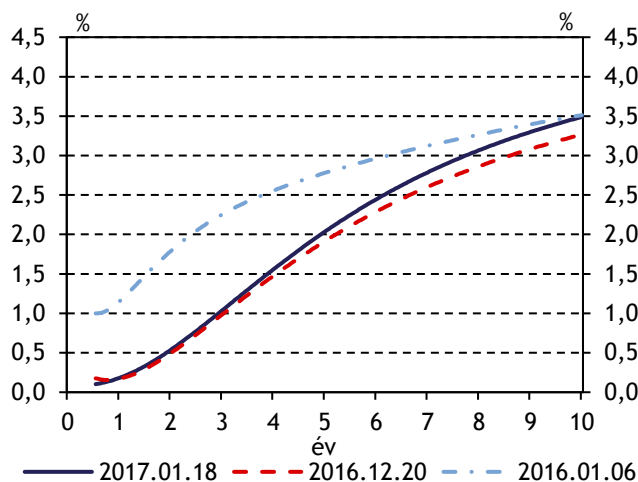
Forrás: Bloomberg

**A forint nagyjából 1 százalékos erősödött az elmúlt hónapban, összhangban a többi régiós devizával (14. ábra).** Az erősödés részben a decemberi gyengülés korrekciója volt, részben a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság javulásával magyarázható. A forint 1 százalékos felértékelődéséhez képest a lengyel zloty 1,3 százalékkal, a román lej pedig 0,5 százalékkal erősödött, míg a cseh korona árfolyama lényegében változatlan volt.

A rövid futamidejű FX-swap kamatok volatilisán alakultak az elmúlt időszakban, míg a hosszabb futamidejűek érdemben csökkentek: egy hetes futamidőn 110, egy hónaposon 81 bázispontos, míg 3 hónapos futamidőn 27 bázispontos csökkenés ment végbe. A bankközi kamatok is érdemben mérséklődtek, az egynapos BUBOR 0 közelébe, míg a 3 hónapos BUBOR 0,3 százalékra csökkent. Emellett a január havi BUBOR forgalom magas volt, a hónap közepéig elérte a 20 milliárd forintot.

**Az állampapírci hozamgörbe éven túli szakasza felfelé toldott:** a 10 év körüli lejáraton 17 bázispontos emelkedés volt tapasztalható, míg a 3-5 éves futamidőn kisebb mértékben, 5-8 bázisponttal toldott fel (15. ábra).

15. ábra: A spot állampapír hozamgörbe elmozdulása



Forrás: MNB, Reuters

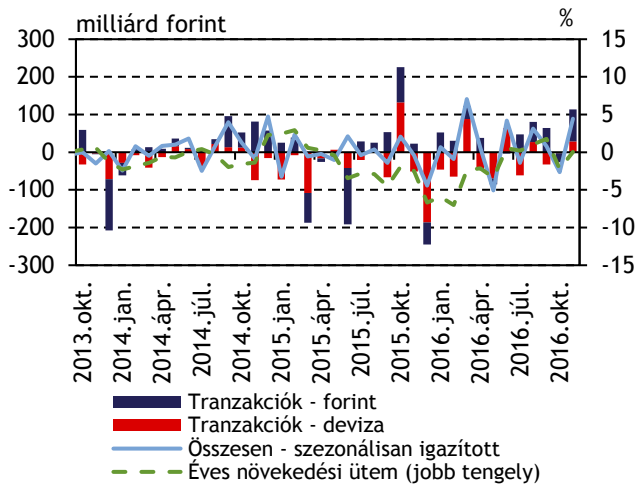
**Az időszak kötvényaukcióin erősödött a kereslet.** Az év végi aukciókon elégséges volt a kereslet, míg a januári aukciókon több alkalommal sokszor túljegyzés volt a papírokra, különösen a 3 éves kötvényekre. Az aukciós hozamok összességében a másodpiaciakkal összhangban alakultak, bár a 3 hónapos DKJ hozamok aukciós hozama a másodpiacinál magasabban alakult a benchmarkváltás miatt.

A külföldiek állampapír állománya ugyanakkor az időszak során közel 100 milliárd forinttal mérséklődött. Portfóliójuk így 3 460 milliárd forint közelébe, míg a piaci forint állampapírok állományán belüli arányuk 24 százalék körülire csökkent. A hazai 5 éves CDS-felár az időszak nagy részében a kamatdöntés napján tapasztalható, 125 bázispont körüli szinten tartózkodott, majd az időszak végén 14 bázispontot csökkenve 113-ra bázispontra süllyedt.

## 3. HITELEZÉSI FELTÉTELEK

Az éves dinamikában az előző hónapban megfigyelt bázishatás korrekciójaként javulás volt tapasztalható, ennek eredményeként éves összevetésben a hitelintézetek teljes vállalati hitelállománya nem változott. A kvv szegmens hitelállományának éves növekedése az MNB által kívánatosnak tartott 5-10 százalékos sávban helyezkedik el. Novemberben a háztartási szegmens hitelállománya 9 milliárd forinttal emelkedett.

16. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok nettó hitelfelvétele



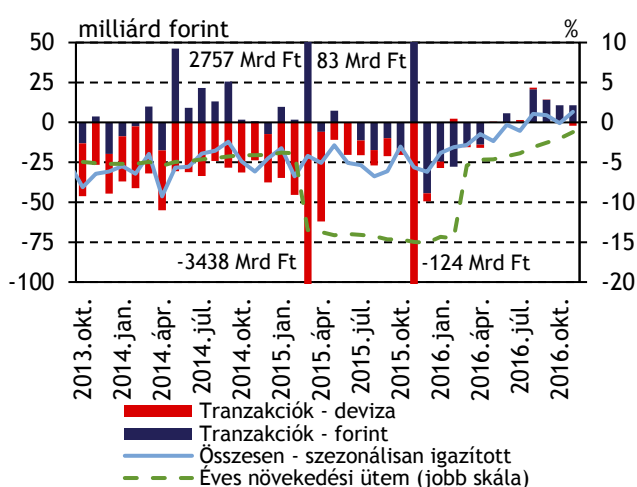
Forrás: MNB

Novemberben a hitelintézetek vállalati hitelállománya összesen 113 milliárd forinttal nőtt a tranzakciók eredőjeként, ami szezonálisan igazítva 89 milliárd forintos növekedéssel egyenértékű (16. ábra). Devizális bontást tekintve a forinthitelek állománya 84 milliárd forinttal, míg a devizahiteleké 29 milliárd forinttal nőtt a hónap során.

Az éves dinamikában az előző hónapban megfigyelt bázishatás korrekciójaként javulás volt tapasztalható, ennek eredményeként éves összevetésben a hitelintézetek teljes vállalati hitelállománya nem változott. Ugyanakkor a kvv-szegmens hitelállománya 7 százalékos éves növekedést mutatott 2016 harmadik negyedév végére, ezzel az MNB által kívánatosnak tartott 5-10 százalékos sávban tartózkodik. A Növekedési Hitelprogram harmadik szakaszában megkötött hitelek a forinthitelek állományát 49 milliárd forinttal, a devizahitelek állományát pedig 8 milliárd forinttal növelték.

Novemberben az új kibocsátású vállalati hitelek kamatai csökkentek, így historikusan továbbra is alacsony szinten maradtak. A kisebb összegű forinthitelek átlagos évesített kamatlába az előző hónaphoz képest 0,05 százalékponttal 3,95 százalékra, míg a nagyobb összegű forint hitelek átlagos pénzügyi ügyletektől megtisztított kamatlába 0,28 százalékponttal 2,12 százalékra csökkent.

17. ábra: Háztartások nettó hitelfelvétele



Forrás: MNB

Novemberben a háztartási szegmens hitelállománya 9 milliárd forinttal nőtt a tranzakciók eredőjeként, döntően a forinthitel-állomány emelkedésének hatására (17. ábra). A hónap során az állománycsökkenés mértéke 1,2 százalékot tett ki éves összevetésben. A vizsgált időszakban összesen 85 milliárd forint értékben kötöttek új szerződéseket a háztartások, így éves átlagban 46 százalékos volt az új hitelek volumenének bővülése, ezen belül a lakáscélú hitelkibocsátás 44 százalékkal emelkedett.

Az új kihelyezésű háztartási hitelek kamatai novemberben a válság előtti kamatszint alatt tartózkodtak. A lakáscélú forint hitelek teljes hiteldíj mutatója az előző havi értékhez képest enyhén csökkent, 0,02 százalékponttal 5,52 százalékra mérséklődött.